

アメリカ新規公開 (IPO) 市場の セグメント化と SPAC

佐賀卓雄

要 旨

2020年春から、SPAC (Special Purpose Acquisition Company, 特別買収目的会社) IPO が激増している。件数、調達金額とも伝統的な IPO (新規公開) を越えた。他方では、現在のところ数件に止まっているが、時価総額が10億ドルを越えるユニコーンは、引受人を介さないダイレクト・リスティングによって上場を果たしている。このように、IPO 市場は上場を志向する企業の業績や成長性などによってある種の棲み分けがみられるようになっており、セグメント化が進んでいるといえる。

その中で、SPAC IPO とは何か、何故、近年、注目を集めているのか。伝統的な IPO は SEC の規制により、詳細な情報開示が求められ、時間とコストがかかる。SPAC はこれを回避し、非公開会社が既存の公開企業に買収され、それをシェル (殻) ・カンパニーとして上場を果たすのである。この手法はリバース・マージャーとして以前から採用されてきたもので、バックドア・リスティング (裏口上場) と呼ばれる。SPAC IPO は基本的にこの手法を踏襲したものであるが、ダウンサイド・リスクに対する巧妙なセーフティ・ネットを組み込むことによって投資家の資金を誘導している。

歴史的には、SPAC は1990年代初めのペニー・ストックを利用した取引をめぐる改革から生み出されたイノベーションである。SPAC を構成するのは、SPAC スポンサー (創業者)、引受人、投資家であるが、SPAC の買収前後で株主はほとんど入れ替わる。最初に応募する投資家の多くは「SPAC マフィア」と呼ばれるプライベート・エクイティ、ヘッジ・ファンド、ベンチャー・キャピタルなどの大口投資家であるが、IPO 時に発行されるユニット (株式、ワラント、権利証) の権利を行使し、エグジットを果す。その結果、大幅なダイリューション (一株当たり価値の希薄化) が起き、SPAC IPO に応募した投資家のリターンは決して良くない。

リテール投資家が決して良いとはいえないリターンにもかかわらず、SPAC IPO あるいは被買収会社に投資するのには十分には解明されていない。新聞、雑誌の記事により、リテール投資家はコストが被買収会社に転嫁されると思込んでいると推測する分析もあるが、その背景についての本格的な検討は今後の課題である。

キーワード：新規公開（IPO）市場のセグメント化、規則419、ブランク・チェック・カンパニー、SPAC スポンサー、アーリーバード・キャピタル、SPAC マフィア

目 次

- | | |
|---|--------------------|
| 1. はじめに | 3.2. SPAC の登場とその構造 |
| 2. 新規公開（IPO）市場のセグメント化 | 4. SPAC 市場の成長 |
| 3. SPAC 市場の生成とその構造 | 5. SPAC 投資のリターン |
| 3.1. ブランク・チェック・カンパニー（BCC）
とシェル・カンパニー | 6. 終りに |

1. はじめに

アメリカの株式市場においては、1990年代後半より、IPO（Initial Public Offering、新規公開）の大幅な減少、M&A、非公開会社化の増加により、上場会社数が大きく減少する一方では、ユニコーンと呼ばれる時価総額が10億ドルを越える非上場会社が増加している。しかし、上場会社の時価総額はこの間に約4倍に増加しているから、単純に株式市場が停滞している訳ではない。

その一方で、新規公開市場では特別買収目的会社（Special Purpose Acquisition Company、SPAC）による IPO が増加し、特に2020年、21年のコロナ禍で市場の不安定性が強まるにつれ激増している。

SPAC は2003年に初めて登場したが、その前

史ともいえるのはペニー・ストック株を利用した詐欺をめぐる規制である。この中から、ブランク・チェック・カンパニーやシェル・カンパニーといわれる独特の会社形態が導入され、SPAC はその発展形態である。

本稿は SPAC の構造を分析し、資本市場とりわけ IPO 市場における役割を検討することが課題である。このために、まずアメリカの IPO 市場のセグメント化ともいべき現状を取り上げる。つまり、確かに伝統的な IPO は減少しているが、目覚ましい事業の実績があり市場での評価の高いユニコーンは引受手数料がかからないダイレクト・リスティングの志向性が強い。その一方で、財務上の問題を抱えたり、様々な事情で伝統的な IPO が困難な非公開企業は SPAC IPO により公開会社を買収されることにより、公開会社化を果たすのである。こ

れにより、公開に必要な時間とコストが節約される。これをリバース・マージャーやバックドア・リスティングと呼ぶ理由である¹。

次に、SPACを構成するSPACスポンサー（創業者）、引受人（アンダーライター）、投資家の関係を検討することによって、それがはらむ問題を摘出する。SPACが最初に登場した2003年からしばらくはその投資のリターンはスポンサーに圧倒的に有利であった²。SPACはあらかじめ定められた期間内に買収の実行が義務づけられ、それまではIPOで調達した資金をエスクロー口座（escrow account）に保管し、買収に反対の株主には持分に応じた投資額を返還することを義務づけている。この限りでは、投資家に対してダウンサイド・リスクに対する一定のセーフティ・ネットを設けており、これが投資家に訴求するセールス・ポイントであった。しかし、実際にはユニットの一部として発行されるワラントやSPACスポンサー（創業者）の権利行使、引受人への高額な引受手数料の支払いにともなうダイリューション（一株当たり価値の希薄化）により、特にSPAC IPOに投資した投資家のリターンはみじめなほど低く、マイナスになることも多かった。

近年、このスポンサーに有利な構造は改善され、これが急増の背景でもあるが、その現実を検討する。

2. 新規公開（IPO）市場のセグメント化

企業が事業を軌道に乗せより一層の発展を図

るためには、一般の投資家からの資金調達によって資本基盤を強固にすることが欠かせない。したがって、企業の事業展開にとってIPOは極めて重要な経営目標の一つである。

現実には、IPOにはいくつかの形態がある。最もオーソドックスな方法は、伝統的なIPOといわれるもので、SECおよび証券取引所の上場に関する規則にしたがって各種の情報開示、およびガバナンスに関する体制整備などを行って上場にこぎつけるものである。

これは理論的には、発行体と投資家の間に存在する「情報の非対称性」をできるだけ解消し、企業価値の妥当な評価を実現するスキームを構築しようとするものである。この中で重要な役割を果たすのが引受人（アンダーライター）であり、金融仲介業者として発行体に関する詳細な情報を投資家に提供し、両者の間の情報格差を埋める役割を果たす。したがって、引受人の評判は決定的に重要であり、それは保証（certification）機能を果たす。

次に、近年、注目されている、時価総額が10億ドルを越えるユニコーンが引受人を介さずに上場するダイレクト・リスティング（DL）である。ロンドン証券取引所（LSE）では1995年に認められてからこれまで年間約20件がDLによって上場を果たしているが、アメリカでは2020年までに6件を数えるに過ぎない（ニューヨーク証券取引所（NYSE）4件、NASDAQ 2件）³。

DLは引受人を介在させない上場形態であるから、それが提供する保証（certification）提供機能を欠いても投資家から信頼されることが

1 いずれの用語も、伝統的なIPOの形態をとらずに上場を果たす取引である（Vermeulen（2015））。

2 Jog and Sun（2007）。2012年までのSPACの仕組みの変化については、Lakicevic *et al.*（2014）を参照されたい。

3 DLの場合、財務アドバイザー（financial adviser）を指名することが義務づけられているが、その役割は「保証」ではなく上場準備のためのアドバイスであり、デューデリジェンス義務や株主訴訟に対して責任は負わない（Zheng（2021））。

必要であり、基本的に成長性や企業業績はもちろん、経営者の経営手腕などについて一般的に高く評価されていることが必要である。

そして、ある意味でその対極の形態ともいえるのが、事業実態のないシェル・カンパニー（殻会社）を利用したリバース・マージャー（reverse merger, RM, また、reverse takeover ともいう）による公開化である。この方法は、実態のない公開会社（シェル・カンパニー）が非公開会社を買収し、被買収会社が社名や経営陣を入れ替え公開化を果たすのである。通常の公開手続きを採らない公開化であることから、バックドア・リスティング（裏口上場）とも呼ばれる。このような方法で上場する企業は財務内容に問題があるなど、何らかの事情で伝統的な IPO が困難である企業が多い。ある調査では、その42%が最初の3年間で上場廃止になっているという⁴。このような動機からの上場であるから、多くの場合、同時に資本注入（private investments in public equity, PIPE）が行われ、それが目的の場合もある⁵。

近年急増し、注目を集めている SPAC も RM を利用して公開会社化を果すためのスキームである。ただし、次に検討するように、SPAC がこれまでの RM と異なるのは、あらかじめ買収までの期限を設定したり、エスクロー口座への買収資金の預託を義務づけることによって投資家のダウンサイド・リスクを限定的なものにするなど、巧みな仕組みを組み込んで

ていることである。

このような差異はあるものの、SPAC の本質は RM の一形態である。

それはともかく、IPO のいくつかの形態をこのように整理すると、アメリカの IPO 市場がセグメント化され、多様なリスクとリターンの特徴を持つ投資家に訴求するような構造になっていることが分かる。最もオーソドックスな IPO は SEC が求める情報開示要件に従って投資家から投資を募るものである。しかし、いうまでもなくこの方法は公開を望む企業のすべてに可能な訳ではない。それまでに一定の経営実績を実現していなければ、引き受ける証券会社も、投資する投資家も現れないであろう。それをクリアできたとしても、この方法は時間とコストがかかり、ベンチャー・キャピタルの投資資金が潤沢になっていることもあり、ハイテク企業を中心に資金調達の緊急性がなければ非公開会社に留まる志向性が強くなっているといわれる⁶。

伝統的な IPO を忌避する両極の非公開企業が選択する途は、ハイリスク企業は RM による公開、そしてそれまでの実績があり成長性も高いハイテク企業を中心とした企業はダイレクト・リスティングということになる⁷。

RM や SPAC の場合、既に公開している会社を買収された後に社名を変更したり経営陣を入れ替えたりして公開会社化を果すので、通常の IPO にともなう引受費用や財務情報の監査

4 Vermeulen (2015)。RM の際に行買収を歓迎してシェル・カンパニーの株価は一時的に上昇するが、最終的には半数以上が上場廃止か破産という結果になっている (Gleason *et al.* (2005)) なお、これとは別に、やはり引受人を介在させないで経営陣自らがロードショーなどを行う自己引受 IPO (self-underwritten IPO) と呼ばれる公開形態があるが、年間数件にすぎず、上場といってもピンクシートや OTC プリテンボード (OTCBB) への「上場」であることから、本稿では取り上げない (Gleason *et al.* (2006))。

5 Sjostrom (2008)

6 IPO とダイレクト・リスティングに必要な費用の内訳については佐賀 (2020) を、また IPO と公開会社の減少の背景については佐賀 (2019), (2021) を参照されたい。

費用は必要ない。また、IPO の場合には6ヶ月から1年半を要するのに対して、RM に要する期間は1～6ヶ月である。

このように、アメリカのIPO市場は公開を目指す企業のリスク・プロフィールに応じてセグメント化されており、同様にセグメント化された市場の投資家のリスク選好度も多様である。一般的に言えば、プライベート・エクイティ (PE)、ヘッジ・ファンド (HF)、ベンチャー・キャピタル (VC) などのファンドへの投資を認められるのは一定の投資資金を持つ自衛力認定投資家 (accredited investor) に限定される。しかし、SPAC は元々、PE のスキームを模倣⁸したものであり、一般の投資家も参加できるスキームになっていることから、SPAC IPO はしばしば「貧者の PE ファンド」(poor man's private equity fund)⁹と呼ばれる。もっとも、SPAC IPO に投資するのは主として PE、HF、VC であるが、24ヶ月以内に買取を行って公開会社となる時には、主としてリテール投資家が参加する。

その意味では、SPAC 市場は流動的で多様な投資家に開かれており、それが近年の活況をもたらしているといえる。

3. SPAC 市場の生成とその構造

最初の SPAC は2003年に登場したといわれるが、その原型はブランク・チェック・カンパニー (BCC) である¹⁰。

BCC は1980年代に詐欺的な証券取引に利用されたため、1990年のペニー・ストック改革法 (Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990) とそれに基づく SEC 規則419によって規制されることになった¹¹。SPAC は BCC に対する規制を巧妙に潜り抜けるスキームとして考案され発展してきた。

3.1. ブランク・チェック・カンパニー (BCC) とシェル・カンパニー

1990年のペニー・ストック改革法は、BCC を①特定のビジネス・プランを持たず、②そのビジネス・プランは不特定の会社と合併すること、③ペニー・ストックを発行する発展段階の会社、と定義している。そして、SEC に対して BCC である発行体による登録届出書に関する規則を制定することを求めている。それに従って制定されたのが SEC 規則419である。規制の方向性として最も重要なことは、SEC は

7 Bai *et al.* (2021) は、セグメント化という視点から SPAC を分析している。そもそも、SPAC の上場を認めたのは AMEX が2005年、NASDAQ と NYSE が2008年であるから、SPAC はそれまでは OTC 市場に上場し小規模な企業を買収のターゲットにしていた。

また、Zheng (2021) も、IPO 市場のセグメント化という視点から伝統的な IPO とダイレクト・リスティングを検討している。やや図式的に言えば、成長性の高い企業 (good growth firm) は IPO の途を選択し、後期段階の優良企業 (good late-stage firm) は資金調達をともなわない DL を選択するとしている。良く発達しているプライベート・エクイティとその流通市場が存在すれば、DL は後期段階 (レーターステージ) の企業の公開を促し、公開企業を増加させるのである。そして、業績の悪い企業 (bad firm) は非公開に止まるとしている。

8 Davidoff (2008)

9 Rodrigues and Stegemoller (2012)

10 BCC から SPAC に至る規制の変遷については、主として Pavkv (2006)、Heyman (2007) による。

11 ペニー・ストックは34年証券取引所法規則3a51-1で定められており、規則419制定の際は1株4ドル以下であったが、その後5ドル以下の株式とされた。

BCC の存在そのものは禁止せずに、情報開示の徹底によりベニー・ストック以外の分野での利用を許容したことである。ここから SPAC が生まれるのである¹²。

規則419は、IPO の調達資金は買収が承認されるまで預金保険制度加盟金融機関のエスクロー勘定に保管すること、株主が買収提案に反対の場合には撤退する権利を認めること（株主はエスクロー勘定に保管している資金を持分に依りて配分を受ける権利を持つ）、IPO 調達資金から引受手数料などの諸経費を引いた金額の80%以上をエスクロー勘定に保管すること、買収までのタイム・リミットを18ヶ月とすること、を定めた。

これらの規制により、1987-90年には2,700件を記録したブランク・チェック募集は90年代初めには15件以下に激減し、議会もその効果に満足した¹³。しかし、これは90年代中頃から末にかけては市場環境が良く小規模会社も IPO による資金調達が容易であったため、ブランク・チェック募集の必要性が強くなかったという面が強い。実際、ドットコム・バブルが崩壊した2000年代に入ると、小規模会社の資金調達が困難になり、BCC に対するニーズが復活するのである。

RM に関連する詐欺的および相場操縦的取引が増加したため、SEC は2005年に規則改正を行い、シェル・カンパニーを定義する。それは、ブランク・チェック・カンパニーの定義に

は発展段階の会社などという主観的要素があるため、それを排し、業務の実態がなく、保有する資産は現金と現金等価物だけ、とするシンプルなものであり、シェル・カンパニーにはフォーム10-K 報告書でその旨を明記するよう義務づけた。シェル・カンパニーを利用した詐欺的取引を防止するため、情報開示の徹底を図ったのである¹⁴。

3.2. SPAC の登場とその構造

BCC あるいはシェル・カンパニーを利用した RM により公開会社化する方法が完全に閉ざされた訳ではなかったため、伝統的な IPO が難しい非公開企業にとってそれを利用した公開化の方法は金融上のイノベーションであった。ただし、規則419によってベニー・ストックの発行は回避する必要があるのと、無用な摩擦を避けるため規則419の規制内容にできるだけ沿う必要があった¹⁵。かくして、2003年にアーリーバード・キャピタル (Early Bird Capital Inc.) のデビッド・ヌスバウム (David Nussbaum) が最初の SPAC、ミルストリウム・アクワイジション・コーポレーション (Millstream Acquisition Corporation) を立ち上げ、1年後に買収を実現した¹⁶。

SPAC の基本的な構造は、その前身ともいえる BCC と同じであるが、期限を切って買収を目的とし、仮にそれが実現できなければ清算する¹⁷ (SPAC のライフサイクルについては図表

12 Heyman (2007), p.536

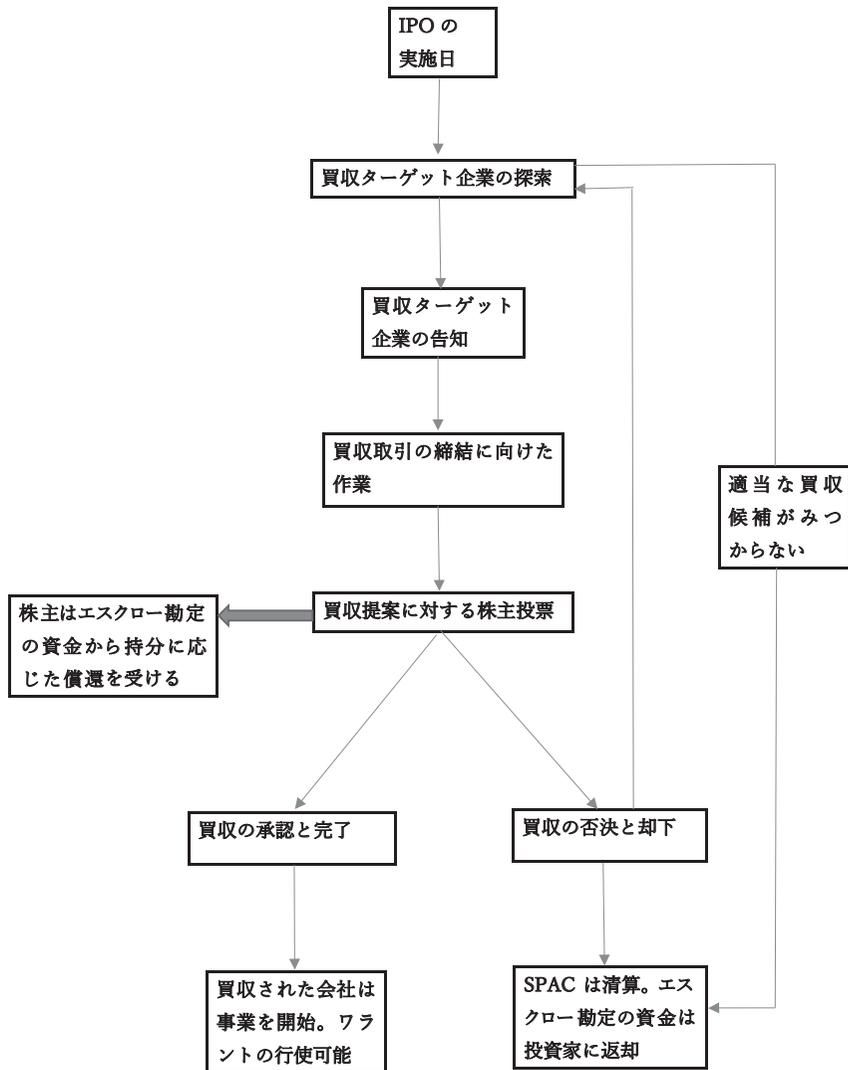
13 Heyman (2007), p.532

14 Pavkov (2006), Floros and Sapp (2011)。BCC は事業会社の買収を目的としてその資金を持っているが、シェル・カンパニーは公開会社のシェル (殻) を提供するだけである点が異なる (Jog and Sun (2007))。

15 なお、2007年に SEC は規則419適用の基準であるベニー・ストックに代えて純有形資産 (net tangible assets) が、①3年以上の事業継続がある会社は2百万ドル以上、②3年以下の事業継続の会社は5百万ドル以上、に変更した。SPAC はこの適用除外を利用するため、純有形資産5百万ドル以上の会社として IPO を行っている (Heyman (2007), pp.540-41)。

16 Lakićević and Vulcanović (2011b)

図表1 典型的な SPAC のライフサイクル



(出所) Lewellen (2009)

1を参照)。株主は提案された買収案件に対して賛否の投票権を持ち、反対が一定以上に達すれば、他の買収案件を探るか、エスクロー勘定に保管されている資金を持分に応じて株主に償還し清算するというのが特徴である。したがって、株主にとってはダウンサイド・リスクに対

して一定のセーフティ・ネットが提供されている¹⁸。SPACへの投資のリターンも、特に事業実態がないIPOから2年以内の買収までと、買収された事業会社の業績が反映される期間で異なる¹⁹。また、IPOで調達した資金の80%以上はエスクロー勘定に保管し、その間、政府短

17 Tran (2010) は、調査した SPAC について30社ほどの潜在的な買収ターゲット会社から内部情報を得て、最終的に5社ぐらいに買収提案するとしている。

18 これが SPAC の最も重要な特徴である (Jog and Sun (2009))。最初は、「否」投票をした株主のみ償還権を認めていた。

図表2 SPAC の概況（2019年1月－2020年6月，47 SPAC）

	中位値	25パーセンタイル	75パーセンタイル
IPO による調達額（百万ドル）	220	141	328
償還額（IPO 調達額に対する割合）（%）	73	18	95
被買収会社に支払われた金額（百万ドル）	151.6	26	353
IPO 調達額に対する割合（%）	71.5	16	121
償還額に対する SPAC 一般投資家の割合（%）	64.2	28	99
償還額に対する第三者による PIPE の割合（%）	24.6	0	43
償還額に対するスポンサーによる PIPE の割合（%）	0	0	11
被買収会社の買収後の時価総額（百万ドル）	501.6	321	955
全 SPAC（スポンサーを含む）株主の買収後の持株比率（%）	34.5	24	50
買収後のスポンサーの持株比率（%）	11.7	6	15

（資料） SPAC Insider website

（出所） Klausner *et al.* (2021)

期証券で運用することが義務づけられている。ただし、現実には買収提案を機に償還を求める割合は高く（中位値で73%）、不足分を第三者あるいはスポンサーによる資本注入（PIPE）で補充しているのが現実である（近年の SPAC の概況については図表2を参照）。

ただし、これらは基本的な枠組みが義務化されているだけで、実際のエスクロー勘定への預託割合や買収を断念する買収提案に対する反対票の割合（threshold）などはケースバイケースであり、歴史的にも大きく変化している²⁰。

SPAC を構成するのは、SPAC スポンサー（創業者）、引受人、そして投資家である。

SPAC はあらかじめ定められた期限内に買収を行うことを目的とする公開会社である。SPAC は BCC であるから事業の実態はなく、したがって IPO に必要な登録届出書も簡潔なものである。SPAC IPO はこのような情報開示の状況であるから、投資家は SPAC スポンサーの買収を検討している分野についての専門性や、その業界での経験などしか投資判断の材料がなく、極めてリスクである²¹。逆にいえば、スポンサーの高い評価が SPAC の唯一最大の資産である。もっとも、SPAC IPO がブーム化するとともに、SPAC によってはあまり関係のない分野での有名人（映画スターやスポー

19 規則419は存続期間を18ヶ月としたが、被買収会社との合意書（letter of intent）があれば、最大6ヶ月の延長が可能である。2008年に NYSE と NASDAQ が SPAC の上場を認めた時には、存続期間は36ヶ月であった。Rodrigus and Stegemoller (2012) の調査では、最短18ヶ月、平均25ヶ月で、特に業界の基準はないとしている（p.899）。

20 取りあえず、2011年までの SPAC 全体の動向については Lakicevic *et al.* (2014) を、SPAC のパイオニアであるアーリーバード・キャピタルの変化については Rodrigues and Stegemoller (2012), p.917, Table 5を参照されたい。

21 SPAC スポンサーとして登場するのは、事業経験という点では、事業会社、銀行などの経営者、M&A 助言サービス（ジョセフ・ベレラ、ブルース・ワッサースタインが有名）、HF、VC などである（そのリストについては、Cumming *et al.* (2014), Table 1を参照）。その他に、政治家や有名スポーツ選手などの名前もみられる。

2006年にマスコミの注目を集めた SPAC は、アップルの前経営者であったステーブ・ウォズニアック（Steve Wozniak）ら3人がスポンサーとなった SPAC であるアクイコー（Acquicor）の IPO である。3月に IPO を行い、10月に資金難に陥っていたジャズ・セミコンダクター（Jazz Semiconductor）をその55%を保有していた PE のカーライル・グループから買収した（その他の例も含めて、Heyman (2007), pp.544-46）。また、Berger (2008) には2005年頃の3つの SPAC、Gahng *et al.* (2021b) には2010年代後半の3つの SPAC の事例が紹介されている。

ツ選手など)がスポンサーになっているケースもあり、SECは「投資家アラート」でこのような有名人の関係したSPACへの投資に注意を呼び掛けている²²。

SPAC IPOは株式とワラント、権利証(right)からなるユニットを発行する。発行価格は初期には5-10ドルであったが、近年は10ドルが一般的である。ユニットの4分の1は1株に対するワラントを付与しているが、ユニットの株式とワラントの割合はかつては1対1ないし2であったが、近年は1対1/4が多い。ワラントの行使価格は11.5ドルが多い。権利証はSPACの3分の1が付与しているが、買収の時に0.1株に交換される²³。

SPACスポンサーは議決権、償還権のないクラスB株あるいはクラスF株を10分の1セント程度で購入し、20%の持ち分を保有する。買収が行われれば議決権のあるクラスA株に転換されるが、買収が実現しなければ無価値になる。

引受人の手数料は2000年代には7%を越えていたが、近年は低下して5.5%ぐらいの水準であるが、中位値では7.2%である(図表4参照)。ただし、SPAC IPOの際に支払われるのは2.3%程度で、残りは買収の際に支払われる後払いである(後払いの引受手数料は2005年からみられる)²⁴。

SPAC IPOは投資家に対して償還権を認め

るなど、ダウンサイド・リスクに対して一定のセーフティ・ネットを提供していることから、その総コストも高い。図表4は買収前後に分け、その総コストをみたものであるが、中位値では買収額に対する割合では50.4%、買収後では14.1%である。これでも高いが、SPACのコストは正規分布ではないので、買収額に対するコストのパーセンタイルでもみると、75パーセンタイルでは261%にも達しており、株主にとって決して有利な投資ではないことが分かる。

コスト高の理由は、スポンサーの持ち分、ワラントと権利証、そして引受手数料である。引受手数料は以前と較べると低くなっているのと、一部は後払いの形式をとっているのも、目立って高いという訳ではない。スポンサーの発行ユニット(株式、ワラント、権利証)に対する20%前後の持ち分は、IPOの際に極めて安い価格で提供され、これがコストを引き上げる要因になっているのである。

SPACスポンサーと引受人のインセンティブの構造はSPACの成功に影を落としている。スポンサー、引受人とも買収が実現しなければほとんどの報酬を失う。そのため、存続期限が近づくと、被買収会社の質を十分に精査せずに買収を強行する可能性が生じることになるためである²⁵。

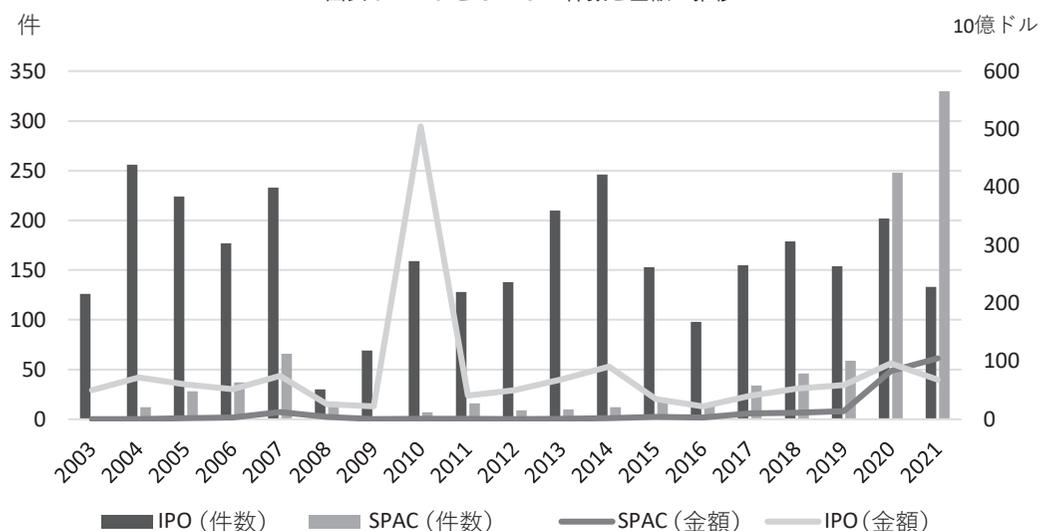
22 SEC (2021), *Celebrity Involvement with SPACs-Investor Alert*, March 10. もっとも、SPACスポンサー(経営チーム)は、それまでの実績が優れているよりも、富に対するインセンティブが大きい若いメンバーで構成されている方が成功の確率が高いという実証分析がある。これは実績の積んだスポンサーはSPACを「趣味」として引き受ける傾向があるためだという。同様に、引受人(業者)についても、過去に華やかな実績を持つリード・アンダーライターほど成功確率は低く、アンダーライター数が多いほど買収の承認の確率が低いという(Cumming *et al.* (2014))。

23 Klausner *et al.* (2021)

24 Klausner *et al.* (2021)

25 Tran (2010), Dimitrova (2016), Lewellen (2008) は、SPACへの投資パフォーマンスの悪さの原因として、スポンサーと引受人のインセンティブの構造を指摘している。つまり、買収実現を条件とした報酬や(後払い)引受手数料のため、SPACの存続期限が迫ってくると、交渉上弱い立場に置かれ、十分なデューデリジェンスを行わず質の落ちる買収案件を高値でまとめる傾向が強くなり、投資パフォーマンスに悪影響を及ぼすというのである。

図表3 IPO と SPAC の件数と金額の推移



(出所) Damodaran (2021)

図表4 SPAC の総コスト

	中位値	25パーセンタイル	75パーセンタイル
買収額に対する割合 (%)			
純プロモート (報酬)	31.3	14	140
引受手数料	7.2	4	34
ワラントと権利	16.6	9	77
総コスト (%)	50.4	29	261
買収後の資本に対する割合 (%)			
純プロモート (報酬)	7.7	5	12
引受手数料	2.3	1	3
ワラントと権利	4.0	3	7
総コスト (%)	14.1	10	21

(資料) SPAC Insider website

(出所) Klausner *et al.* (2021)

4. SPAC 市場の成長

SPAC の構造は大きく変化してきた²⁶。2011 年までは時系列で様々な指標が手に入るが、その後は16年頃まで SPAC IPO が低い水準で推

移した (図表3) こともあり、十分に整理された分析は行われていなかった。Gahng *et al.* (2021a), (2021b) は、SPAC を1.0 (1993–99 年), 2.0 (2000–09年), 3.0 (2010年以降) に区分し、その特徴を5点にまとめている²⁷。

第1は、2008年までは NYSE と NASDAQ

26 SPAC の2011年までの、エスクロー勘定への預託割合、買収を断念する反対票の割合 (threshold)、ワラントの行使価格、SPAC の引受業者数、ユニットの提供価格の推移については、Lakicevic *et al.* (2014), Appendix B. に掲載されている。

27 多くの文献において最初の SPAC は2003年に登場したとされていることから、この区分では SPAC2.0以降が本稿の分析の対象である。

がSPACの上場を認めていなかったことから、OTC市場での取引が多かった（少数は2005年に上場を認めたAMEXに上場）。このため、2010年以降に上場したSPACと較べると規模が小さかった。

第2に、SPAC 3.0の時期になると、引受手数料はアップフロント2%、買収が成功した時に3.5%、の5.5%であるが、SPAC 1.0、2.0の時期には7%（SPAC 1.0の時期には10%の例もあった）で、アップフロントで支払われていた。

第3に、IPOで調達した資金のエスクロー勘定への預託割合は、2000年以降は90%以上で、2010年以降はSPACによっては100%以上になっている。SPAC IPOで調達された資金のうち、引受手数料、運営経費などが控除されてエスクロー勘定に預託されるので80%になっているが、買収案件に賛成しない株主の償還権行使によって口座から配分しなければならないので、不足した買収資金はスポンサーや第三者からのPIPEによって補充される。これは買収までのSPAC期間に投資家の関心を向けさせることが目的であろう。

第4に、SPAC 3.0の時期には、ユニットに含まれるワラントが少なくなり（ワラントはSPAC 2.0までは1-2株に交換、3.0の時期には1/4-1株に交換）、同時に行使価格は高くなっている。2010年以前には、IPO価格に対して15-30%のディスカウントされた行使価格であったが、それ以降は15%のプレミアム（3.0の時期ではIPO価格10ドルに対して、ワラント行使価格11.50ドル）となっている。

最後に、2010年以前には、SPAC株主は買収提案に反対する株主だけが償還権を行使できたが、2010年以降は提案を認めても償還権を行使できるようになった。

これらの歴史的な傾向は、SPACが総じて投資家の権利を強化し、より広範な投資家に訴求しようとしていることの現れであろう。

その後のSPAC IPOの動向は基本的に市場環境に対応したものであるが、投資家保護の強化に向けた改善も寄与して、IPO市場を構成する重要なニッチ市場として認知されている。特に、2020年春以降はコロナ禍で市場変動性の高まりに対する不安感から、SPAC IPOは伝統的なIPOを凌ぐ件数と金額を記録している。

SPACの件数でみた最初のピークはリーマンショックの前年に記録している（図表3）。「ブランク・チェックの基本的概念は神話上の不死鳥のごとく過去の灰の中から蘇った」²⁸のである。引受ランキングでも、SPACが初めて登場した2003年以降しばらくは、アーリーバード・キャピタルやモルガン・ジョセフといった中堅投資銀行が主なプレーヤーであったが、2010年前後からはシティグループ、ゴールドマン・サックス、クレディスイス、ドイツ銀行、モルガン・スタンレーといった大手投資銀行が上位を占めるようになり²⁹、IPOの成長市場としての評価を確立している。その後、2017年から再び増加し始め、2020年3月からSPAC IPOが急増し、翌21年にもその傾向が続いている。21年第1四半期にはSPACは約300件で、IPO全体の72%、金額では66%を占めた³⁰。今や、SPAC IPOはIPOの重要な市場を構成し

28 Heyman (2007)

29 2015年以降のSPACの引受ランキングはSPAC Researchのサイトに掲載されている。2018年までは引受業者数は20社前後に止まっていたが、19年に32社に増加し、20年に71社、21年には105社に増加している。

30 Credit Suisse Securities (USA), LLC (2020), Amundi (2021)

ているのである。

5. SPAC 投資のリターン

2003年に初めて登場して以来、SPACのスキームは大きく変化し、投資家に対する配慮も大きく改善された。しかし、総じていうとSPACの投資リターンは決して良くない。初期（2003-06年）のSPACの投資パフォーマンスを分析したある論文は、投資家のIPOの2日目から買収実行までの年率に換算したリターンがマイナス2.97%であるのに対して、スポンサーのそれは1879.32%であることを明らかにした。著者はこの分析結果を、「投資家は経営者に対して白地の小切手（ブランク・チェック）を切っているようなもの」と評している。また、その論文のタイトルも「ブランク・チェック IPO：経営者にとってのホームラン」というものである³¹。

なぜ、スポンサーと投資家のリターンがこれほど乖離するのであろうか。それはプライベート・エクイティ（PE）のスキームに倣い、スポンサーがIPOの際に発行株式の20%を25,000ドルで取得することに原因があるという。計算上、投資家が1株5.25ドルで購入しているのに対して、スポンサーはわずか1.4セントで手に入れている計算になり、大きなリターンの差を生んでいると結論している。

現在のSPACでは、スポンサーは10ドルの株式を数セントで20%保有しているという状況（ワラントの行使価格は11.5ドルであるが、株価がそれを下回っていれば放棄すれば良い）で

ある。仮に株価が7ドルに下がり、投資家が市場で売却するか償還権を行使して7ドルを回収したとすれば、1株につき3ドルの損失である。しかし、スポンサーは1株を数セントで取得しているから、市場で7ドルで売却できれば、そのリターンは目を見張る水準になる。

その後、このような関係は変化したのであろうか、それとも相変わらずスポンサーに有利な状況が続いているのであろうか。2019-20年のSPACの実績をみると、結論的には、以前ほど極端ではないものの、スポンサーのリターンは高い状態が続いている。投資家のリターンは図表5にまとめている。これによると、買収後3ヶ月後までのリターン（中位値）は、投資家はマイナス14.5%であるのに対して、スポンサーのそれは202%に達しているのである³²。投資家のリターンは中位値でみると、3ヶ月、6ヶ月、12ヶ月のいずれの期間でも、またハイクオリティのスポンサーの場合でも、すべてマイナスである。これに対して、スポンサーのリターンは6ヶ月では変りがないが、12ヶ月では32%まで下がっている。また、IPO指標³³およびラッセル2000に対する超過リターンでも、ハイクオリティ、3ヶ月のリターンがプラスになっているのを除けばすべてマイナスになっており、他のIPO銘柄や中小型株のリターンと較べても見劣りする。

JP Morgan [2021] は、2019年1月1日から21年1月22日の期間について、90SPAC（85は買収を完了、5は清算）の投資リターン（中位値）を投資家のタイプ（スポンサー、投資家のタイプに加え、投資の時期と投資戦略）別に計

31 Jog and Sun (2007)

32 Klausner et al. (2021), スポンサーの3ヶ月のリターンの分布は Figure 10に示されている。

33 Renaissance Capital が IPO 後 2 年間の価格の動向について提供する指数である。

図表5 買収後のSPACのリターン(2019-20年), %

	3ヶ月			6ヶ月			12ヶ月		
	全体	ハイクオリティ	それ以外	全体	ハイクオリティ	それ以外	全体	ハイクオリティ	それ以外
リターン(平均)	-2.9	31.5	-38.8	-12.3	15.8	-37.6	-34.9	-6.0	-57.3
リターン(中位値)	-14.5	-4.6	-46.9	-23.8	-15.9	-43.0	-65.3	-34.6	-66.3
IPO指標に対する超過リターン(平均)	-13.1	25.1	-53.0	-33.0	0.4	-63.1	-47.1	-11.8	-74.6
IPO指標に対する超過リターン(中位値)	-32.8	7.1	52.1	-43.2	-31.0	-56.3	-56.5	-54.8	-89.9
ラッセル2000に対する超過リターン(平均)	-1.3	37.5	-41.9	-10.9	22.5	-41.0	-21.5	9.7	-45.7
ラッセル2000に対する超過リターン(中位値)	-16.1	16.9	-47.2	-17.5	-2.4	-57.0	-44.9	-36.3	-55.0
SPACの件数	47	24	23	38	18	20	16	7	9

(注) 「ハイクオリティ」は、スポンサーが運用資産額(AUM)が10億ドル以上のファンドと関係を持っているか、以前にフォーチュン500社の経営者(CEOあるいは会長)であった場合の分類である。

(出所) Klausner *et al.* (2021)

量している。これによると、SPAC 裁定投資家(IPO日に購入し、買収が完了する7日前に株式とワラントを売却)、IPO時からの買持(buy-and-hold)投資家、PIPE投資家、買収後の買持投資家、SPACスポンサー、のいずれもプラスではあるが、スポンサーのリターンは桁違いの682%で、スポンサーの事後の資本負担などを考慮に入れても418%になっている。

McKinsey & Company [2020] も、スポンサーに有利な構造を指摘した上で、経営者の当該事業での事業経験があること(operator-led SPAC)が買収後のパフォーマンスを大きく左右することを指摘している。

それでは、投資家がこのような決して魅力的とはいえないSPACに投資し続けるのは何故だろうか。

SPAC IPOの際に投資の70%は、「SPACマフィア」³⁴と呼ばれる13F報告書(機関投資家の保有株式報告書)の提出義務のある大口投資家であり、実態はヘッジ・ファンドである。

ヘッジ・ファンドはIPOから買収の間の期間にワラントや権利証を空売りするなどの投資手法で利益を上げ、買収後の公開会社からは株主としてはほとんど消えている。

したがって、SPACがリテール投資家にPE投資への途を開いたかのように評価するのはミスリーディングである。一部の新聞・雑誌の報道では、実際にはSPAC構造から生じるコストを負担させられているのに、被買収会社にそのコストを転嫁できるかのような錯覚を持たせていることが問題である³⁵。リテール投資家はそのことに気が付くのは時間の問題であり、SPACの基本的な構造を再構築しない限り持続的な発展は期待できないであろう。

6. 終りに

SPACは、歴史的にはペニー・ストックを利用したブランク・チェック・カンパニーに対する規制を潜り抜ける形でスキームを創り上げた

34 Gahng *et al.* (2021b), Table A3にそのリストが掲載されている。

35 Klausner *et al.* (2021), なお、2020年7月にSPAC IPOを実施したパーシング・スクエア・トンチン・ホールディングス(Pershing Square Tontine Holdings, PSTH)は、スポンサーのプロモート(報酬)が業績連動型で、加えて買収実施時に株式を持ち続けた株主に対して追加のワラントを交付する(PSTH Form 424B4, Filed July 26)という点で、公開化のための「デザインの不健全な媒体」(poorly designed vehicle) (Klausner *et al.* [2021])であるSPACを改善する試みであろう。ただ、この試みが広がるかどうかは現時点でははっきりしない。

イノベーションである。その最大の特徴は投資家にダウンサイド・リスクに対するセーフティ・ネットを提供したことである。これにより、煩雑な手続きとコストのかかる伝統的な IPO によらずに取引所への上場が可能になった。財務上の問題などで IPO が難しい企業も SPAC を利用してリバース・マージャーの形で上場できるようになった。この意味で、SPAC は IPO 市場の重要な一角を占めるようになったのである。

しかし、その投資リターンを仔細にみると、SPAC スポンサー (創業者) に極めて有利な構造になっていることが分かる。投資家との間の格差は依然として大きいものの、さすがに近年はスポンサーによる PIPE によって資本補完される SPAC が大部分を占め、初期の頃ほどではなくなっている。しかし、そのリターンは参考基準となる指標 (IPO 指数, ラッセル2000) と比較してもほぼ一貫して見劣りしており、とてもパフォーマンスの高い投資とはいえないのが現実である。

2020年以降は件数、金額とも SPAC IPO が伝統的な IPO を凌駕していることから、今後の動向にも注目が集まっている。しかし、SPAC 投資のリターンを検討すれば、その構造にとまなうコストはリテール投資家が負担していることが明らかである。将来的にこの構造が改善されなければ、「SPAC マフィア」のような投資家に限定された市場としての性格を根本的に払拭することは難しいであろう。

引用・参考文献

佐賀卓雄 (2019), 「アメリカ株式市場における公募・

私募の境界の曖昧化について」, 『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第108号, 12月

_____ (2020), 「ダイレクト・リスティング (直接上場) について」『証券レビュー』日本証券経済研究所, 第60巻2号, 2月

_____ (2021), 「アメリカにおける非公開株式流通市場 (セカンダリー・マーケット) について」, 『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第114号, 6月

Bai J., Ma A., and Zheng M. (2021), “Segmented Going-Public Markets and the Demand for SPACs”, May (<http://ssrn.com/abstract=376490>)

Berger R. (2008), “SPACs: An Alternative Way to Access the Public Markets”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.20, No.3

Credit Suisse Securities (USA) LLC (2020), *Making Waves: The Evolution of SPACs, 2020 Fourth Quarter Corporate Insights*

Cumming D., Haß L.H., and Schweizer D. (2014), “The Fast Track IPO-Success Factors for Taking Firms Public with SPACs”, *Journal of Banking and Finance*, July

Damodaran A. (2021), “Disrupting the Disruptors? The ‘Going Public Process’ in Transition”, July 14 (<https://ssrn.com/abstract=3892419>)

Davidoff M. (2008), “Black Market Capital”, *Columbia Business Law Review*, Vol.2008, No.1:172

Dimitrova L. (2016), “Perverse Incentives of Special Purpose Acquisition Companies, The ‘Poor Man’s Private Equity Funds’”, (<https://ssrn.com/abstract=2139392>)

Floros I.V. and Shastri K. (2009), “A Comparison of Penny Stock Public Offerings and Reverse Mergers as Alternative Mechanisms for Going Public”, (<http://ssrn.com/abstract=1460979>)

_____ and Sapp T.R.A. (2011), “Shell Games: On the Value of Shell Companies”, *Journal of Corporate Finance* 17

Gahng M., Ritter J.R., and Zhang D. (2021a), “Inves-

- tor Returns on the Life Cycle of SPACs”, January
- _____ (2021b), “SPACs”, February
- Gleason K.C., Rosenthal L., and Wiggins III R.A. (2005), “Backing into Being Public: An Exploratory Analysis of Reverse Takeovers”, *Journal of Corporate Finance*, 12
- _____. Jain R., and Rosenthal L. (2006), “Alternatives for Going Public: Evidence from Reverse Takeovers, Self-Underwritten IPOs, and Traditional IPOs”, *Florida Atlantic University*, Working Paper
- Heyman D.K. (2007), “From Blank Check to SPAC: The Regulator’s Response to the Market, and the Market’s Response to the Regulation”, *Entrepreneurial Business Law Journal*, Vol.2:1
- Klausner M., Ohlrogge M., and Ruan E. (2021), “A Sober Look at SPACs”, *European Corporate Governance Institute (ECGI)*, April (<https://ssrn.com/abstract=3720919>)
- Jog V. and Sun C. (2007), “Blank Check IPOs: A Home Run for Management”, August
- JP Morgan (2021), “Hydraulic Spacking: The SPAC Capital Raising Boom, and Why Biden’s Early Stage Energy Policies are More Likely to Increase Oil Imports rather than reduce Emissions,” *Eye on the Market*, February 8
- Lakićević M. and Vulanović M. (2011a), “A Story on SPACs”, *Managerial Finance*, Vol.39, Issue 4, March (<http://ssrn.com/abstract=1958238>)
- _____ (2011b), “Determinants of Mergers: a Case of Specified Purpose Acquisition Companies (SPACs)”, *Investment Management and Financial Innovation*, Vol.8, Issue 3
- Lakicevic M., Shachmurove Y. and Vulanovic M. (2014), “Institutional Changes of SPACs”, *The North American Journal of Economics and Finance*, doi.org/10.1016/j.najef.2014.03.002
- Lewellen S.M. [2009], “SPACs as an Asset Class”, October 12 (<http://ssrn.com/abstract=1284999>)
- McKinsey & Company (2020), *Earning the Premium: A Recipe for Long-Term SPAC Success*, September
- Mintz (2021), *Breaking down the SPAC Surge: A Review of Key Trends & Issues Defining the Phenomenon*
- Pavkov A.R. (2006), “Ghouls and Godsend? A Critique of ‘Reverse Merger’ Policy”, *Berkeley Business Law Journal*, Vol.3 · 2
- Rodrigues U. and Stegemoller M. (2012), “Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs”, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol.37
- Ropes & Gray (2021), *Special Purpose Acquisition Companies (SPACs): An Introduction*, January
- Tran A.L. (2010), “Blank Check Acquisitions”
- Vermeulen E.P.M. (2015), “High-Tech Companies and the Decision to ‘go Public’: Are Backdoor Listings (Still) an Alternative to ‘Front-door’ Initial Public Offerings?”, *Penn State Journal of Law & International Affairs*, Vol.4, Issue 1
- Zheng M. (2021), “Direct Listing vs. IPO: The Anatomy of the Going-public Market”, August (<https://ssrn.com/abstract=3549025>)
- (当研究所名誉研究員)